

失われた20年で 日本企業は変わってしまったのか ーなぜキャッシュをため込むのか、 設備投資はどこに向かうのかー

ESRI国際共同研究の成果より

塩路(一橋、プロジェクト主査)



1 プロジェクトの概要

ESRI 国際共同研究 (WG2)

「経済の活性化：我が国企業と家計が直面する構造的な課題」

塩路悦朗 (一橋、主査)

1. 濱秋 (法政)、堀 (一橋)
 2. Hausman (ミシガン)、宇南山 (一橋)、Wieland (UC
サンディエゴ)
 3. 田中 (設備投資研究所)
 4. 細野 (学習院)、宮川 (一橋)、滝澤 (東洋)
 5. 鯉渕 (中央)、後藤 (一橋院生)
 6. Khan (オハイオ州立)、千賀 (クイーン・メアリ (英国))
- 家計の消費
- 企業の投資

『経済分析』近日号

- 第1章「高齢者の遺産動機と貯蓄行動：日本の個票データを用いた実証分析」(濱秋純哉・堀雅博)
- 第2章 “Abenomics, the housing market, and consumption” (Joshua K. Hausman、宇南山卓、Johannes F. Wieland)
- 第3章 「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」(田中賢治)

『経済分析』つづき

- 第4章 「日本企業の海外企業買収と企業構造の質的变化」(鯉渕賢・後藤瑞貴)
- 第5章 “Cash Holdings: Evidence from Firm-Level Big Data in Japan” (細野薫・宮川大介・滝澤美帆)
- 第6章 “Firm-level Uncertainty and Cash Holding: Theory and Firm-level Empirical Evidence” (Aubhik Khan、千賀達朗)

本報告の構成

- プロジェクトの背景と問題意識
- 各チームの研究(企業関連のもの)紹介
- プロジェクトの成果から何が読み取れるのか？(やや大胆な拡大解釈も交えて)

2 プロジェクト の背景と問題意識

プロジェクトの背景（問題意識）

企業の投資環境は2010年代に入り改善

なぜ、「その割には」設備投資は増加しないのか？



そもそも、「その割」とは??

投資環境は改善した・・・

- 日銀短観 金融機関の貸出態度DI_(全規模・全産業・実績)
2009年3月=-13 → 2012年12月=9
→ 2018年12月=24
- 長期国債金利(10年物)
2012年10月末=0.784% → 2018年12月=0.013%
- 日経平均
2012年夏<8,500円 → 同年12月下旬>1万円
→ 現在=2万円前後
- 円ドルレート
2012年10月=78.97円 → 2018年12月=112.78円

企業収益は伸びた・・・

『法人企業統計』 経常利益（全産業、金融業・
保険業を除く、全規模）

2012年度＝48.5兆円 → 2017年度＝83.6兆円

設備投資の伸びはいま一つ

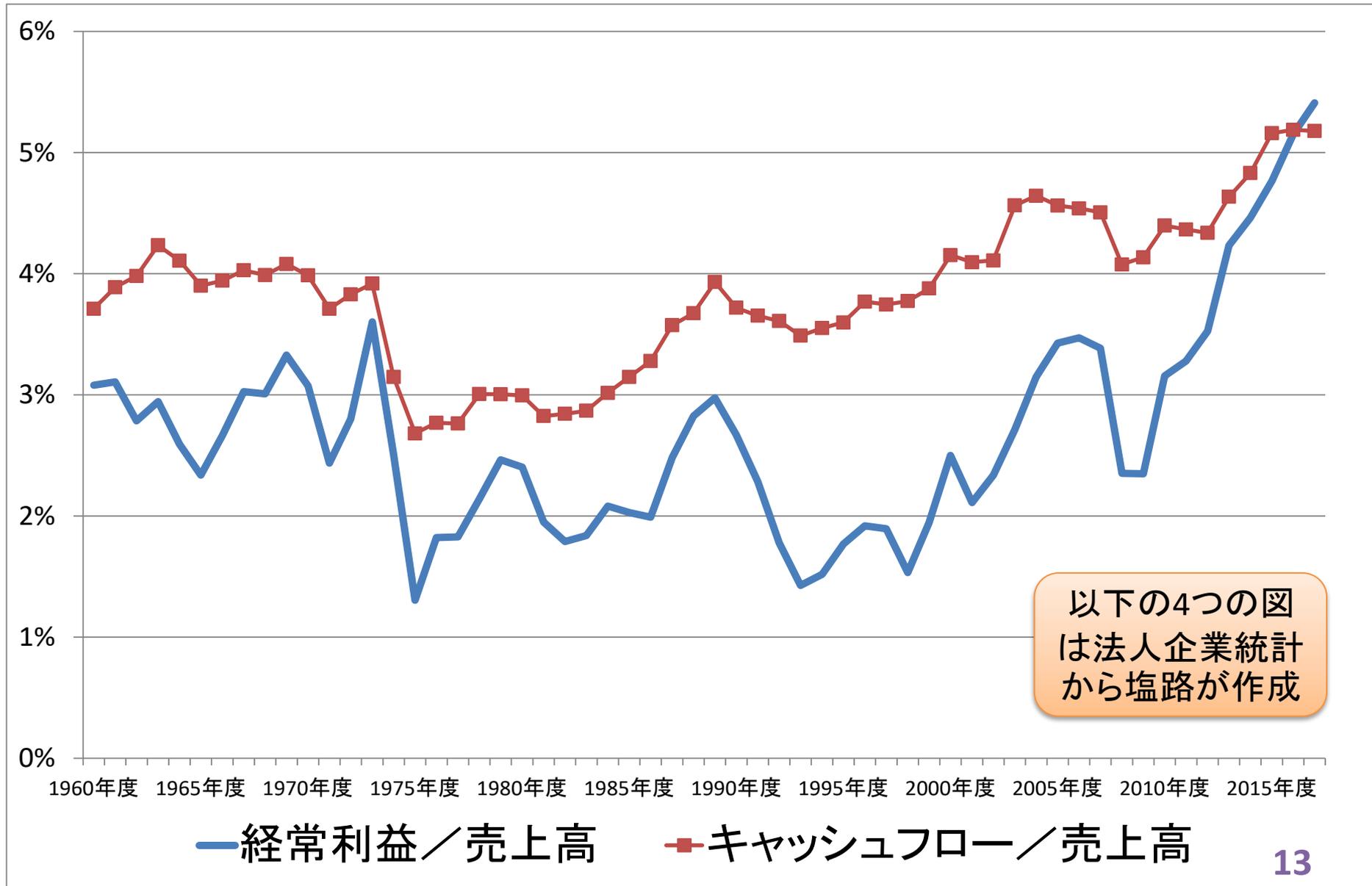
民間総固定資本形成(企業設備) (実質、平成
23暦年連鎖価格)

2012年度＝72兆円 → 2017年度＝84兆円

「投資は『割と』停滞している」

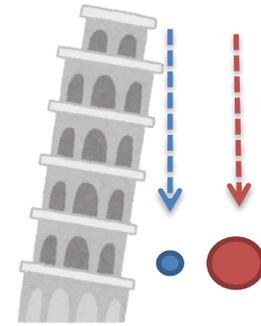
- 何と比べての話なのか？！
- 田中論文・・・キャッシュフローと比べてみる
(キャッシュフロー)
= (経常利益) ÷ 2 + (減価償却費)

経常利益とキャッシュフロー(対売上高比率)



企業の手元にあるキャッシュ と投資量の関係について

- 純粹理論：関係ないはず！（「摩擦のない」世界では）



- 論拠：「資金が足りなければ、借りてくればいいだけの話じゃないか」

キャッシュと投資（続き）

純粹理論の結論：投資は

- 「この投資をしたら将来いくらもうかるか」
- vs「この投資にいまいくら費用がかかるのか」

の比較だけから決まるはず
＝トービンのq理論



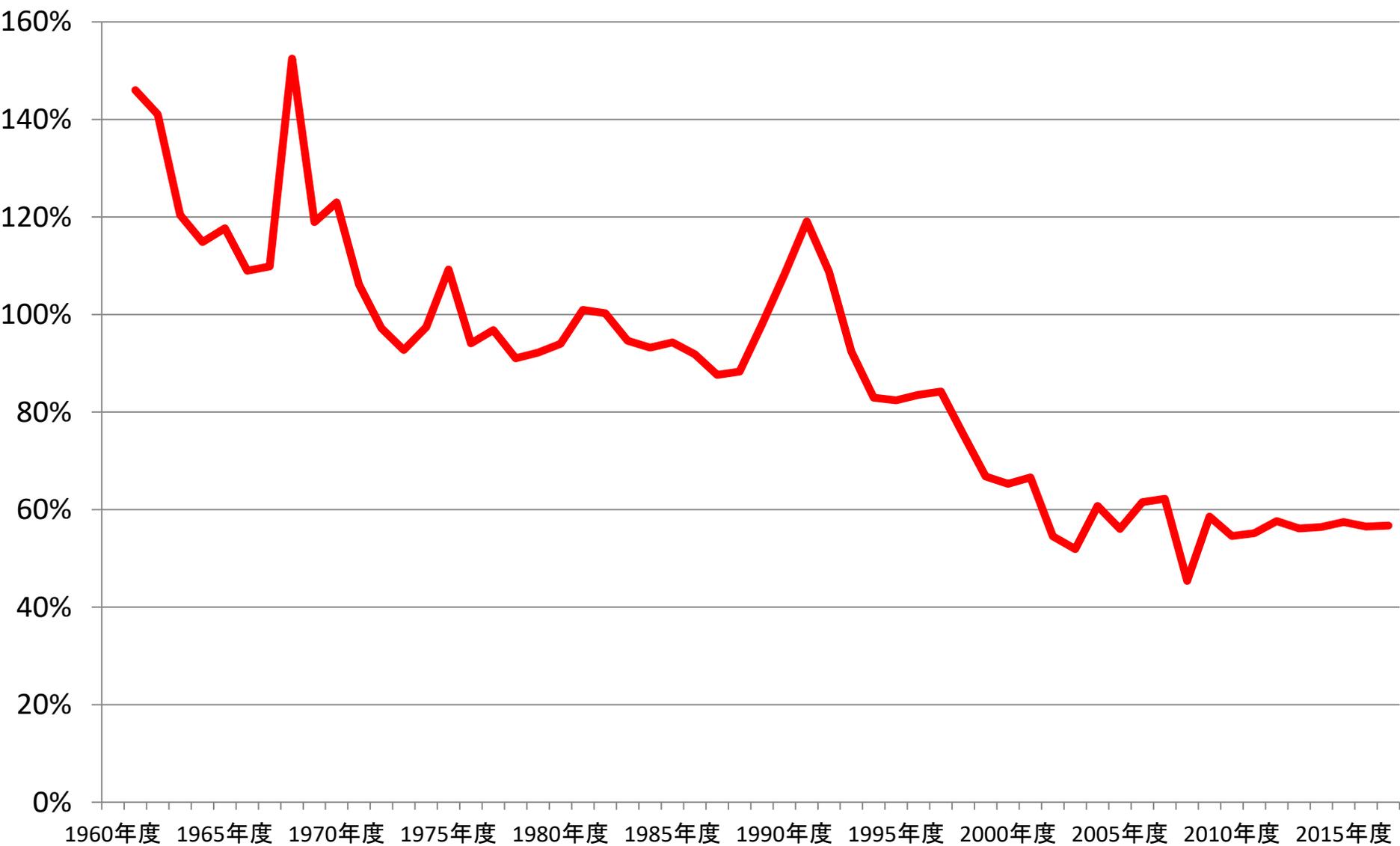
キャッシュと投資（続き）

↔ 常識的見解:「投資は企業の手元にあるキャッシュに制約される」

- これまでの実証分析の結果は常識的見解をサポートしてきた
- やはり、キャッシュは投資を制約する！！

はずだったが・・・

設備投資／キャッシュフロー

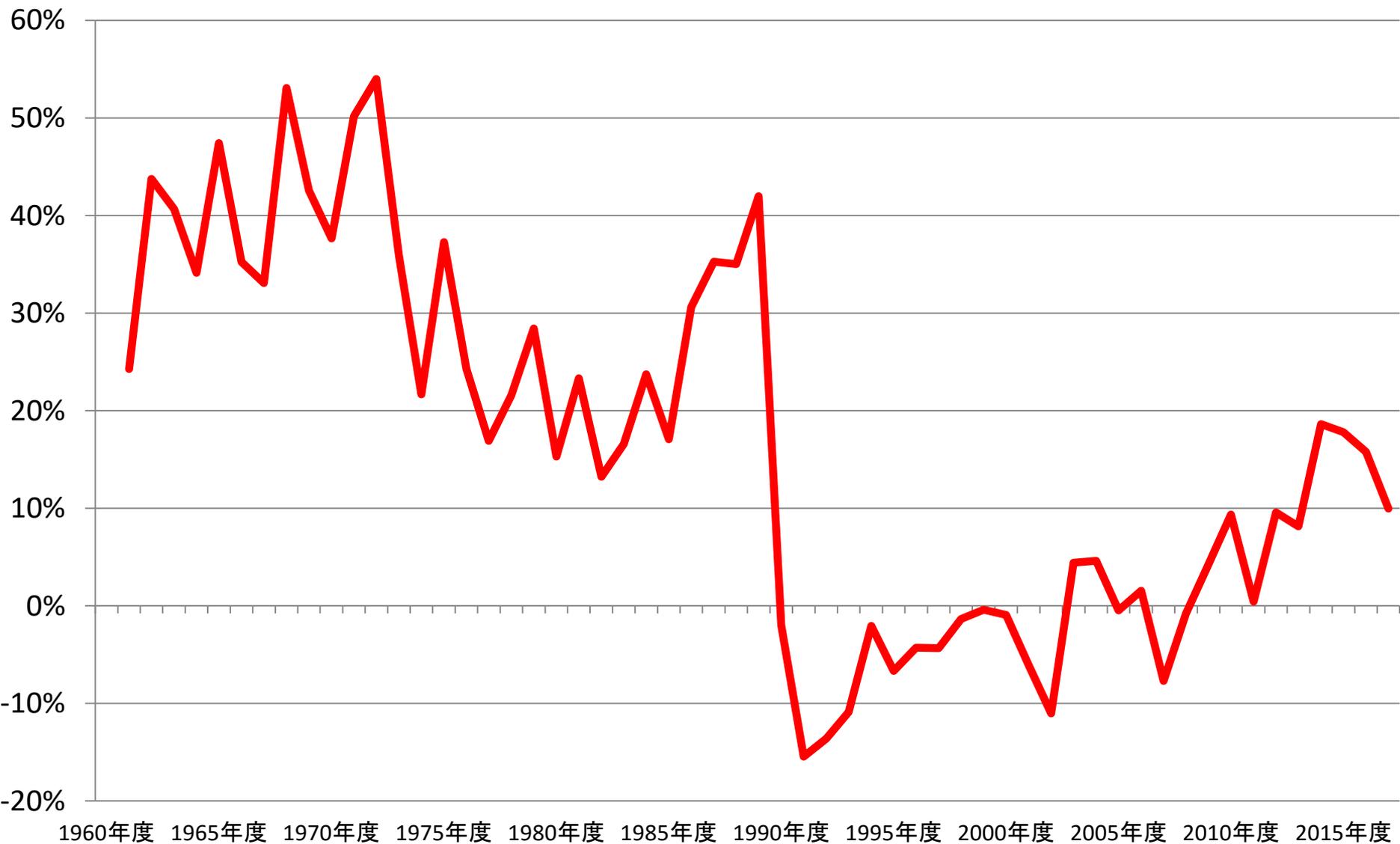


- 近年の設備投資はキャッシュフローを大幅に下回る！
- なぜ？
- そして企業は、入ってきたキャッシュをどうしているのか？

△利益剰余金／キャッシュフロー



△現金預金／キャッシュフロー



プロジェクトを通して 問いかけたかったこと

(1) 不確実性仮説

企業行動が積極化しないのは、将来について大きな「不確実性」を感じているから

と、よく言われてはいるが...

→ 本当か？何についてのどんな不確実性？

問いかげ(続)

(2) 企業統治に問題があるからなのか？

『伊藤レポート』2014年

問いかけ(続)

(3) 世界金融危機後の新しい現象なのか？

実は消極化傾向は「失われた20年」を通じて底流を流れていたのではないか？

(「いつ始まったか？」は原因や対策を考える上でのヒントになりうるので重要)

問いかけ(続)

(4) 企業の消極化は本当に悪いことなのか？

一応、「好ましくない」という前提からスタート

しかし、「無謀な積極化」が国民にとって損失になった例も多いような気がする・・・。

3 各チームの研究内容 のご紹介



第3章 「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」(田中賢治)

- Q:なぜ設備投資は企業収益ほどには伸びていないのか？
- データ:企業レベルのパネルデータ(政投銀)
- 手法:Tobinのq理論に基づく投資関数を推定
- 2つの重要な要因を発見！
 - 後ほどのご報告に乞うご期待！
- 大型投資にフォーカスした分析も展開

第4章 「日本企業の海外企業買収と企業構造の質的变化」(鯉渕賢・後藤瑞貴)

- Q:大型の海外企業買収→その後どうなったか？！
- データ:大型海外企業買収事例(1999-2015年、25社37事例)
- アプローチ:買収直後及びその後の長期に渡る企業パフォーマンスを計測
 - 短期的な株価の反応、長期的な利益の推移
- 半ば常識的に信じられているのとは異なる結果に！
 - ・・・後ほどのご報告に乞うご期待！

第5章 “Cash Holdings: Evidence from Firm-Level Big Data in Japan” (細野薫・宮川大介・滝澤美帆)

- テーマ: 企業の現金保有行動
- データ: **最大40万社**(!)の財務状況とサプライチェーン・ネットワークの変遷(1994-2016)(東京商工リサーチ)
- 結果: 2000年代後半から、得たキャッシュを各社が「使わずにため込む」傾向の平均・ばらつきともに増大
- では企業はどんなときに「ため込む」のか？
→ 後ほどのご報告に乞うご期待！

第6章 “Firm-level Uncertainty and Cash Holding: Theory and Firm-level Empirical Evidence” (Aubhik Khan、千賀達朗)

第1部：データ検証

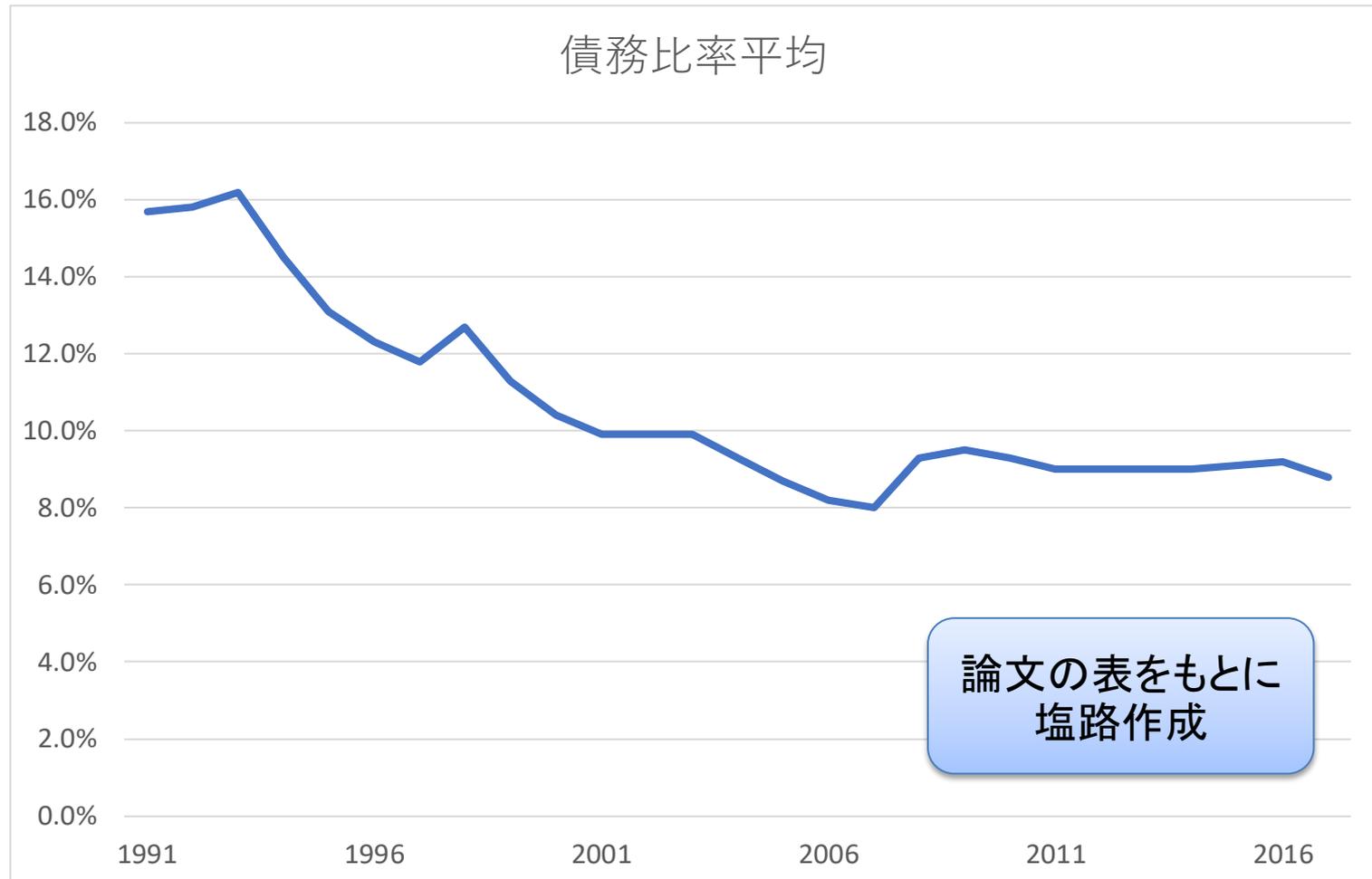
出発点＝以下の企業レベルデータを使って近年の日本企業に関する基本的事実を確立

データ＝Compustat

期間＝1987年～2017年

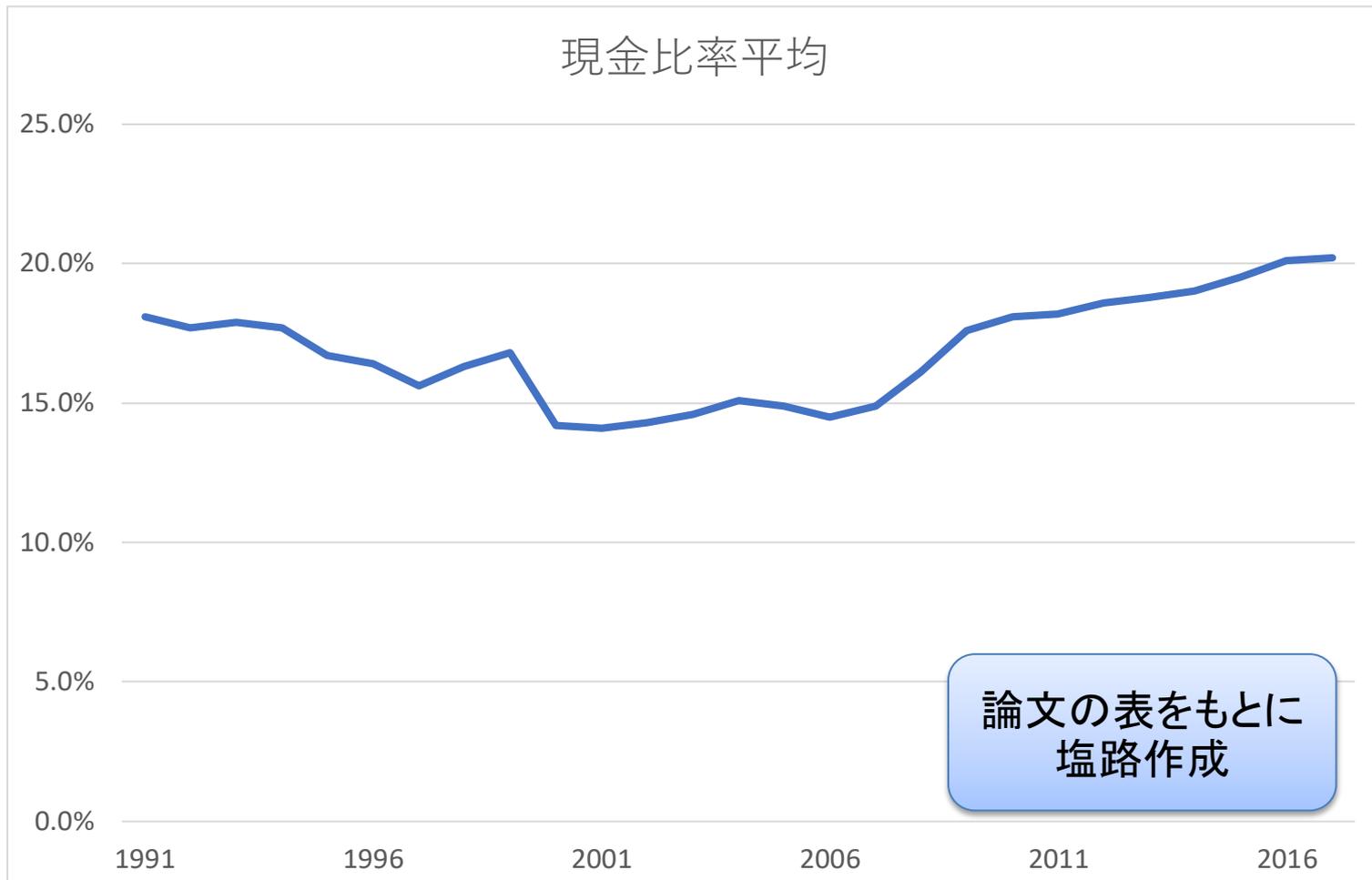
対象＝上場企業2971社、平均18年のベサンプル数54,000(年×社)

事実①債務比率(対総資産):1993からほぼ一貫して低下



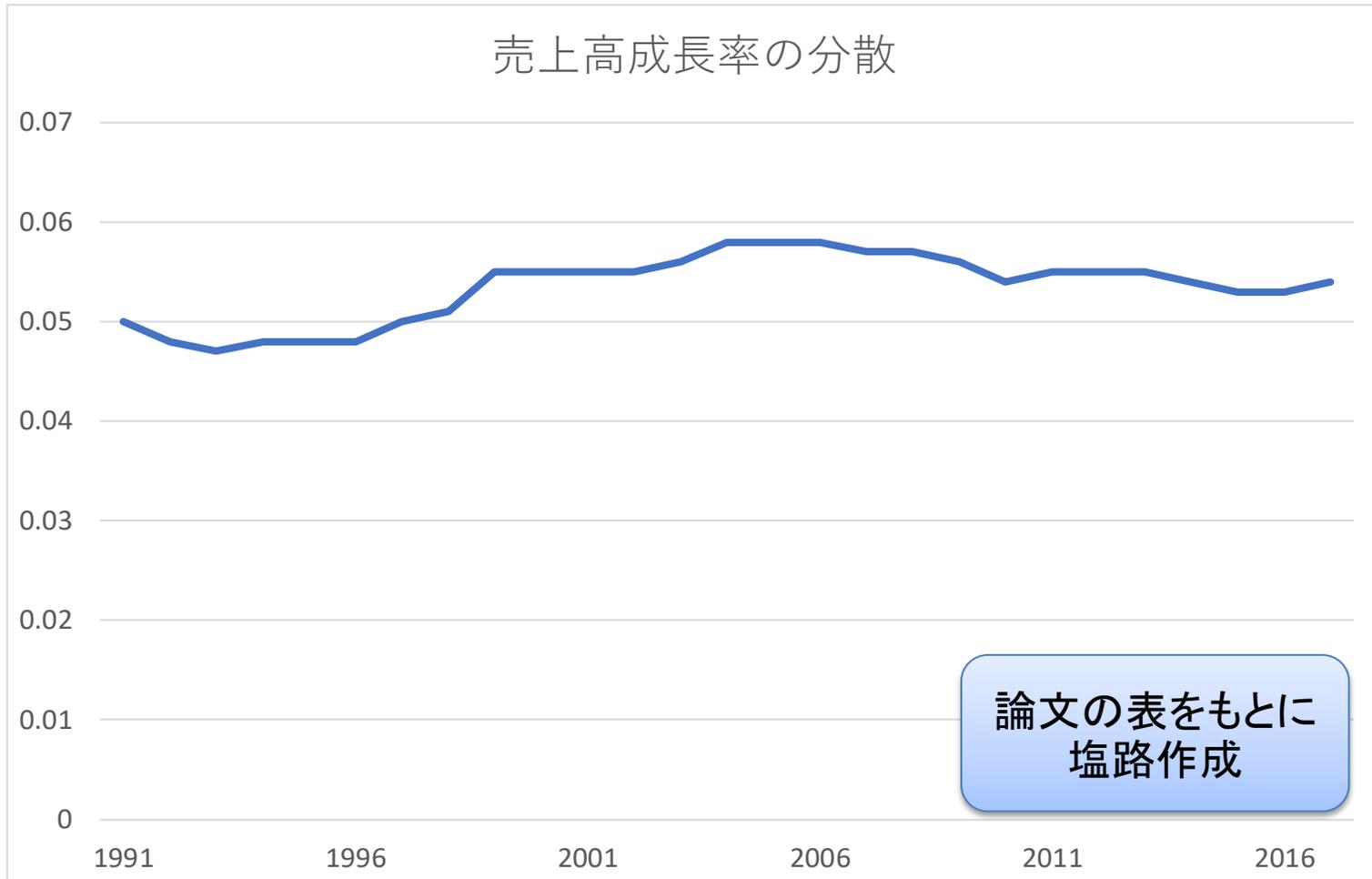
Khan-千賀論文続き

事実②現金比率(対総資産):低下傾向だったが、2000年から反転して持続的に上昇



Khan-千賀論文続き

事実③売上高成長率のばらつき(ボラティリティ)は2000年頃上昇し、その後高どまっている



第2部：新しい経済理論モデル

上記3事実を同時に説明できる新理論！

- 異質性の想定：各企業はそれぞれ、自社固有の需要ショックに服している
- 投資するために借金をしたところで大きなマイナスのショックに見舞われると、返せなくなって倒産する。

モデルから得られる含意：

不確実性(ショックの分散) ↑ → 現金需要 ↑

第3部 統計分析

- 上記モデルの含意を企業レベルのパネルデータ (やはりCompustatより) で検証

推定結果

(現金比率) = 0.046 × (売上高ボラティリティ) + …

(現金比率) = 0.015 × (利益ボラティリティ) + …

年固定効果、企業固定効果を含む
係数はともに1%水準で有意

4 プロジェクトの成果をもとに 推測できる含意

(1) 企業の支出行動は確かに 保守化・消極化している

- 構造変化が生じた時期は2000年代半ばころが有力 ⇒ 新たな政策課題である！
- 設備投資の平均 q に対する感応度↓(第3章)
- 企業の現金保有傾向↑(第5章、第6章)

(2) 企業統治の役割

- 大型投資案件に限れば、コーポレートガバナンス関係の変数が有意な影響(第3章＝田中論文)
 - － 一定の重要性は保っていると思われる

(3)「将来不安」 の中身は2つに分けられる

- 成長期待の低下（企業収益の「期待値」）
- 不確実性の増大（「分散」やテールリスク）

→ それぞれの果たした役割は？

(4) 成長期待の低下

- 足下の収益は確かに伸びているが、企業の将来期待はそこまで伸びていない
 - そのことは第3章(田中論文)で計測されたトービンの(平均) q の推移から明らかにされる

設備投資が活発化するには中長期的な成長期待の向上が必要！

(5) 不確実性の上昇

- 設備投資の抑制要因であることが理論モデルからも、実証分析からも明らかにされた(第6章=Khan-千賀論文)
- ありうる反論: マクロレベル指標に見る不確実性は必ずしも近年、上昇していない?
- 本プロジェクトの貢献: 各企業が直面する、ミクロレベルの(各社固有の)不確実性の程度も重要な役割を果たす!

(6) さらに不確実性について

- どのようなタイプの不確実性に注目すべきなのか？本プロジェクトは新たな視点を与える。
- ミクロレベルの不確実性の中でも、さらに・・・
- 「サプライチェーン上の不確実性」の重要性を発見！（第5章＝細野・宮川・滝澤論文）
 - 取引相手の財務状態に関する不確実性

(6) 企業の異質性

- 同じ政策に、異なるグループの企業が異なる反応を示す可能性
- 現金をため込んでいる企業にも(少なくとも)2グループ(第5章＝細野・宮川・滝澤論文)
 - 不安にかられてやむを得ず現金を積み上げている企業(これまでの研究で典型的に想定されたタイプ)
 - 良好な業績の下で積極的に現金を積み増しているタイプ(本プロジェクトの発見！)

謎

(7) 海外M&Aには希望が持てる

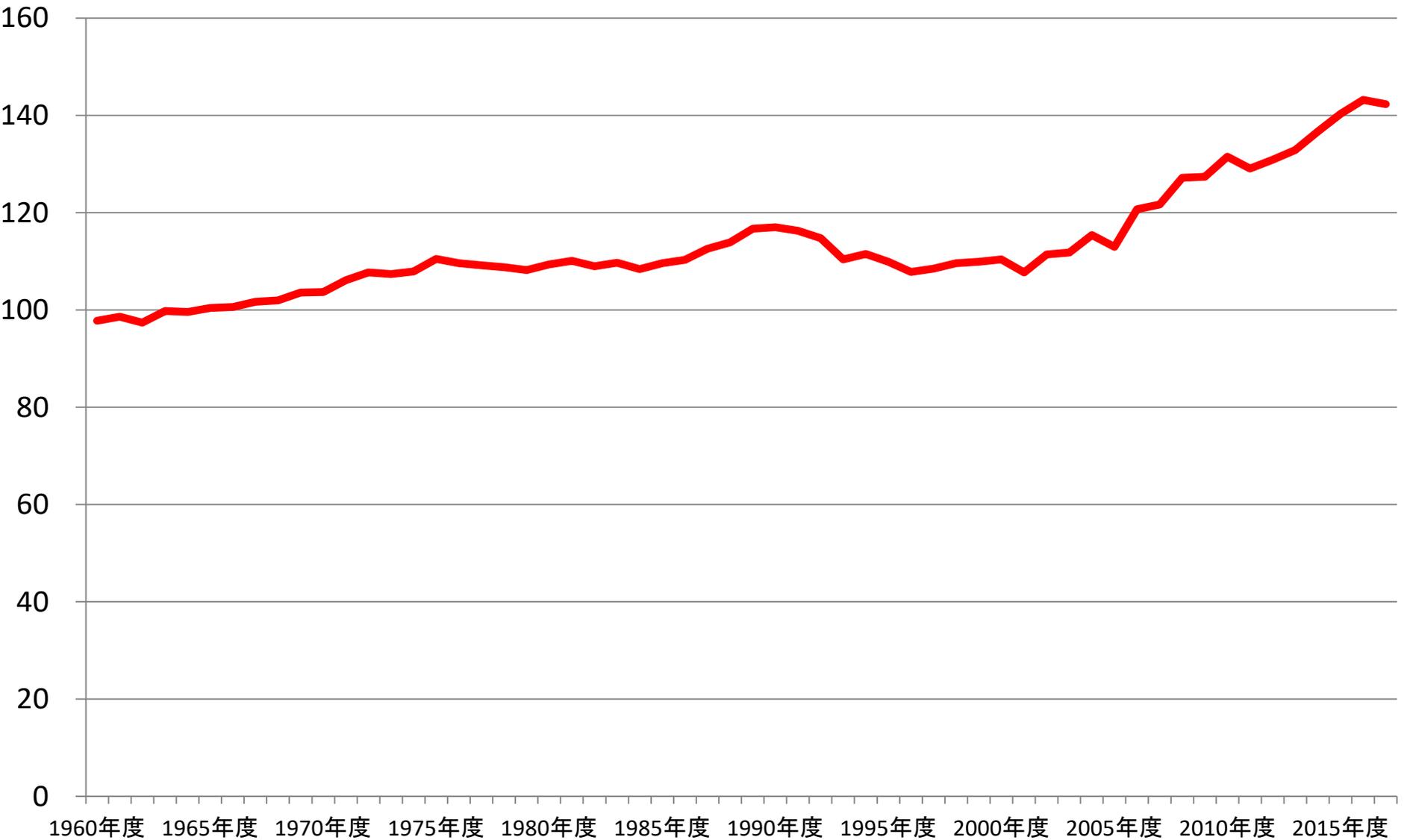
- 過去の経験は必ずしも失敗ばかりだったわけではない(第5章＝鯉渕・後藤論文)

ご清聴ありがとうございました

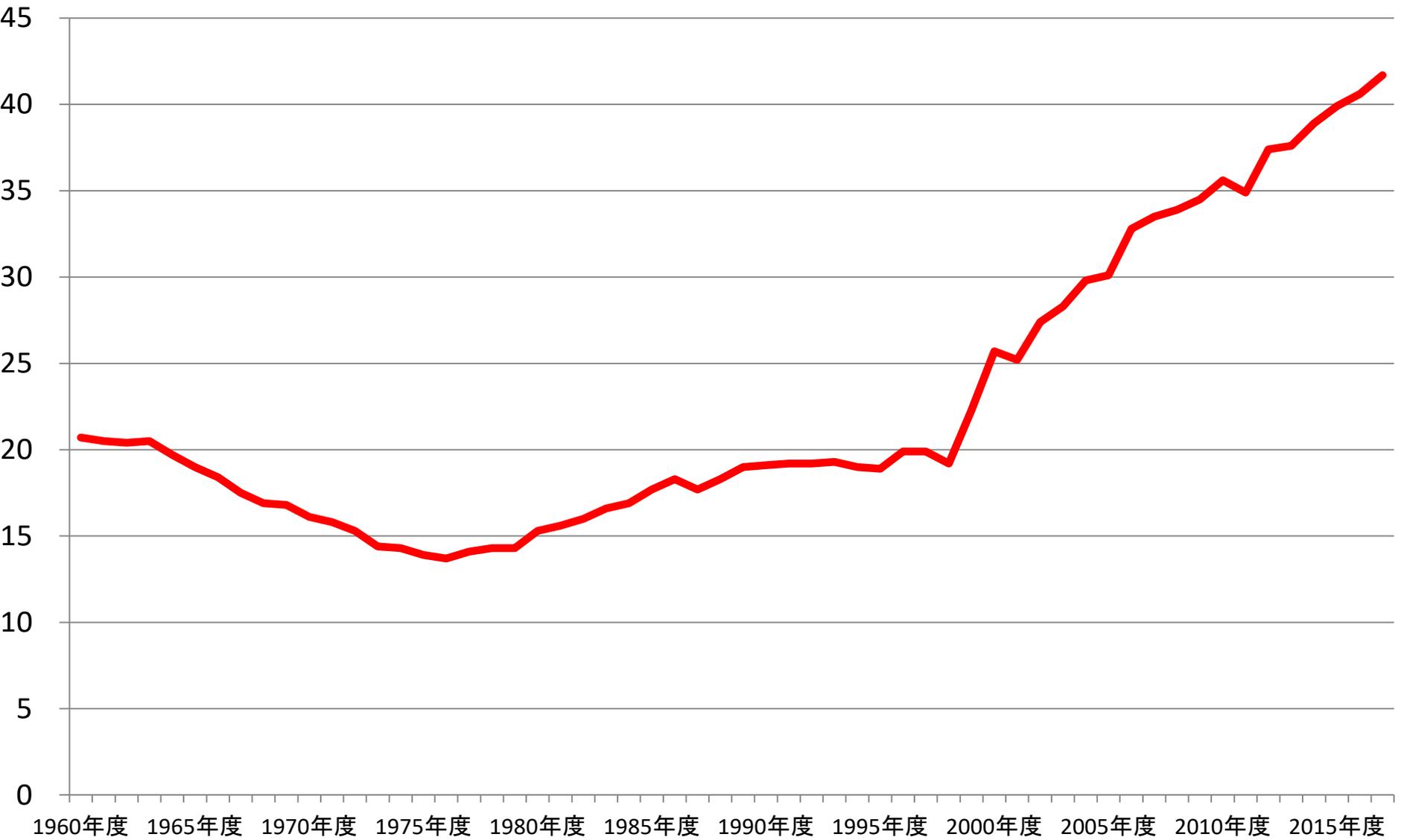
パネル討論でさらに踏み込んだ議論が行われます。ご期待ください。

予備のスライド

流動比率(当期末)【%】



自己資本比率(当期末)【%】



手元流動性(当期末)【%】

